

2460 HK
China Resources Beverage
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$16.2

Huijing Yan
hj.yan@htisec.com

Yuxuan Zhang
yx.zhang@htisec.com

Jasmine Wu
jasmine.wu@htisec.com

中国饮用纯净水龙头，多品类&全国化扩张，盈利能力持续提升

投资要点：

- **中国饮用纯净水龙头，多品类&全国化发展。**公司是中国包装饮用水行业的开创者，“怡宝”已成为中国最受欢迎的包装饮用水品牌之一。根据招股书援引灼识咨询报告，公司是中国第二大包装饮用水企业以及中国最大的饮用纯净水企业，此外在中国菊花茶饮料市场排名第一（以2023年零售额口径计算）。公司以包装饮用水为核心、创新布局更多饮料品类，不断夯实“一超多强”的多品类战略发展格局。
- 公司坚持“精耕自作、决胜终端”，建立了覆盖全国的强管控、高效率的全面销售及经销网络，并采取战略性区域扩张策略发展。公司2021-2023年营业收入与归母净利润整体呈现稳健的增长趋势，高于行业平均水平，且净利润率从21年的7.6%提升至9.9%。
- **从“怡宝”饮用纯净水大单品到“一超多强”多品类战略发展格局。**公司包装饮用水产品以“怡宝”为核心品牌，同时通过丰富水种、拓展产品规格等方式，不断丰富包装饮用水的产品矩阵。2021-2023年公司包装饮用水产品收入年复合增长率达7.3%，此外1)量来看，包装饮用水销量逐年增加（主要由中大规格瓶装水产品的销售拉动）；2)价来看，不同规格的包装饮用水产品的平均售价保持相对稳定。
- 此外饮料方面，根据灼识咨询报告，公司有五个零售额均超过人民币1亿元饮料产品品牌——“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”、“火咖”及“午后奶茶”，其中“至本清润”菊花茶2023年零售额已达到人民币756.4百万元，菊花茶饮料市场份额为38.5%，市场排名第一。
- **全国化强管控销售网络，从核心市场向区域扩展。**公司建立了覆盖全国的强管控、高效率的全面销售及经销网络，21-23年经销商数目维持在大约1000名。此外截至2024年4月30日，公司与约4000家次级经销商订立三方协议，且销售团队由超过8700名销售人员组成，覆盖全国200万个以上的终端销售网点（约有57.2%的终端销售网点位于国内三线及以下城市）。
- 公司采用首先在重点区域快速实现领先优势、建立根据地，再进一步辐射周边更广阔范围的扩张策略，并已取得显著成效。根据招股书援引灼识咨询报告，2023年，公司包装饮用水产品在中国6大省份的市场中占有最高的市场份额，此外在中国的另外17个省份的市场中名列前茅。在长江沿岸市场的7个省市中，根据招股书援引灼识咨询报告，公司的包装饮用水产品在2个省份（四川、湖北）排名第一、5个省份或直辖市（上海、江苏、安徽、重庆、西藏）排名第二（按2023年零售额计）。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收(百万元)	12657	13564	14384	15569	16731
(+/-)YoY(%)	11.4%	7.2%	6.0%	8.2%	7.5%
净利润(百万元)	990	1329	1650	1949	2309
(+/-)YoY(%)	15.3%	34.3%	24.1%	18.1%	18.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.41	0.55	0.69	0.81	0.96
毛利率(%)	41.66%	44.66%	48.22%	49.52%	50.84%
净资产收益率(%)	19.26%	18.70%	19.29%	18.56%	18.02%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

“1+N”模式全国化工厂布局，自建产能比例持续提升。截至 2024 年 4 月 30 日，公司在中国拥有 13 家已投产的自有工厂及 31 家合作生产伙伴。2021-2023 年公司整体平均实际产能为 4128.33 千公吨，整体平均产能利用率为 69.47%，其中包装饮用水产品的平均产能利用率为 70.07%，饮料产品的平均产能利用率为 57.33%。此外公司计划将增加自建产能的比例并优化与合作生产伙伴的合作模式，以提高运营效率及优化成本结构，公司亦争取通过建设大型工厂来强化全国产能布局。

盈利预测与估值。我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 143.84/155.69/167.31 亿元，主营业务收入为 143.15/154.80/166.23 亿元，归母净利润分别为 16.50/19.49/23.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.81/0.96 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 18 倍的 PE (2025E) 估值，对应合理价 14.58 元，按照港元兑人民币约 0.9 汇率计算，对应目标价 16.20 港元/股，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

风险提示。(1) 食品安全风险，(2) 下游需求不及预期，(3) 市场竞争加剧，(4) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，(5) 上游原材料成本价格以及费用投放波动。

目 录

1. 中国饮用纯净水龙头，多品类&全国化发展	7
1.1 中国饮用纯净水市场龙头&最受欢迎饮用水品牌之一	7
1.2 “一超多强”多品类发展，“决胜终端”战略性区域扩张	8
1.3 盈利能力持续提升，维持较好 ROE 水平	10
2. 包装饮用水市场集中度持续提升，菊花茶饮料细分赛道快速崛起	11
2.1 中国即饮软饮市场规模万亿，持续维持较好景气度	11
2.2 包装饮用水市场集中度不断提升，纯净水是最大细分市场	13
2.3 菊花茶饮料市场小而美，正处快速成长阶段	14
3. 从“怡宝”饮用纯净水大单品到“一超多强”多品类战略发展格局	15
3.1 包装饮用水业务：以“怡宝”为核心品牌，多规格/多品类持续发力	16
3.2 布局多元饮料产品矩阵，积极打造菊花茶饮料等第二增长曲线	20
4. 全国化强管控销售网络，从核心市场向区域扩张	24
4.1 经销商数目维持平稳，持续提升终端覆盖率&掌控度	24
4.2 直销&电商齐发力，不断拓宽市场空间	26
4.3 核心市场领导地位突出，长江沿岸市场重点拓展	27
5. “1+N”模式全国化工厂布局，自建产能比例持续提升	27
6. 盈利预测与估值	29
7. 风险提示	30
该集团是中国包装饮用水行业的开创者、中国即饮软饮行业的领导者。根据灼识咨询报告，是中国最早专业化生产包装饮用水的企业之一。历经 40 年的发展，已成长为中国第二大包装饮用水企业以及中国最大的饮用纯净水企业(按 2023 年零售额计)。... 错误!未定义书签。	
附表 前十大股东:	错误!未定义书签。
财务报表分析和预测	31

图目录

图 1	公司发展历程	7
图 2	公司股权结构	8
图 3	公司主要产品图示	9
图 4	公司 2021 年以来营业总收入及增速	10
图 5	公司 2021 年以来净利润及其增速	10
图 6	公司 2021 年以来毛利率、净利润率及期间费用率变化	10
图 7	公司 2021 年以来 ROE 及经营活动所得现金流变化情况	10
图 8	中国即饮软饮市场规模 (左轴, 亿元) 及 CAGR (右轴) 预测	11
图 9	2018-2028 年中国即饮软饮市场不同产品复合增速 (及预测)	11
图 10	2023 年中国即饮软饮市场不同渠道占比	12
图 11	2028 年中国即饮软饮市场不同渠道占比预测	12
图 12	2018-2028 年中国即饮软饮市场不同渠道复合增速 (及预测)	12
图 13	2023 年中国即饮软饮市场前五大公司市场份额 (按零售额计)	13
图 14	中国包装饮用水市场预测	14
图 15	中国包装饮用水市场增速预测	14
图 16	2023 年中国包装饮用水市场占比 (按零售额计)	14
图 17	2023 年中国纯净饮用水市场占比 (按零售额计)	14
图 18	2018-2028 年中国菊花茶饮料零售额与增速 (及预测)	15
图 19	2023 年中国纯净饮用水市场不同渠道占比预测	15
图 20	华润饮料“怡宝”包装纯净水产品经典“小绿瓶”形象	17
图 21	公司 2021 年以来包装饮用水产品营业总收入及增速	17
图 22	公司 2021 年以来包装饮用水产品毛利率变化情况	17
图 23	公司 2021 年以来包装饮用水产品销量 (千公吨)	18
图 24	公司 2021 年以来包装饮用水不同规格产品 ASP(元/公吨)	18
图 25	公司包装饮用水产品推出时间轴线	20
图 26	公司 2021 年以来饮料产品营业总收入及增速	22
图 27	公司 2021 年以来饮料产品毛利率	22
图 28	公司 2021 年以来饮料产品销量 (千公吨)	22
图 29	2021 年以来饮料产品 ASP (元/公吨)	22

图 30	公司饮料产品推出时间轴线.....	22
图 31	公司 2021 年以来不同销售渠道营业收入占比 (单位: 万元)	24
图 32	公司 2021 年以来经销渠道营业收入及增速.....	24
图 33	公司 2021 年以来经销商平均销售收入 (单位: 千万元)	24
图 34	公司 2021 年以来直营渠道营业收入及增速.....	26
图 35	公司 2021 年以来按地理位置划分销售收入占比.....	27
图 36	公司 2021 年以来总标准产能、实际产量、产能利用率变化.....	28
图 37	公司 2021 年以来包装饮用水标准产能、实际产量、产能利用率变化.....	28
图 38	公司 2021 年以来饮料产品标准产能、实际产量、产能利用率变化.....	28

表目录

表 1	公司产品举例	16
表 2	公司包装饮用纯净水产品.....	19
表 3	华润饮料“怡宝”包装饮用水产品经典“小绿瓶”形象	20
表 4	公司饮料产品及部分其他产品.....	21
表 5	公司 2021 年以来经销商数量及变动情况.....	25
表 6	公司 2021 年以来次级经销商数量及变动情况.....	25
表 7	公司 2021 年以来经销商数目分地区情况.....	25
表 8	公司关于供应商的管理.....	26
表 9	公司营业收入预测	30
表 10	可比上市公司估值表 (2024 年预测 PE, 倍)	30

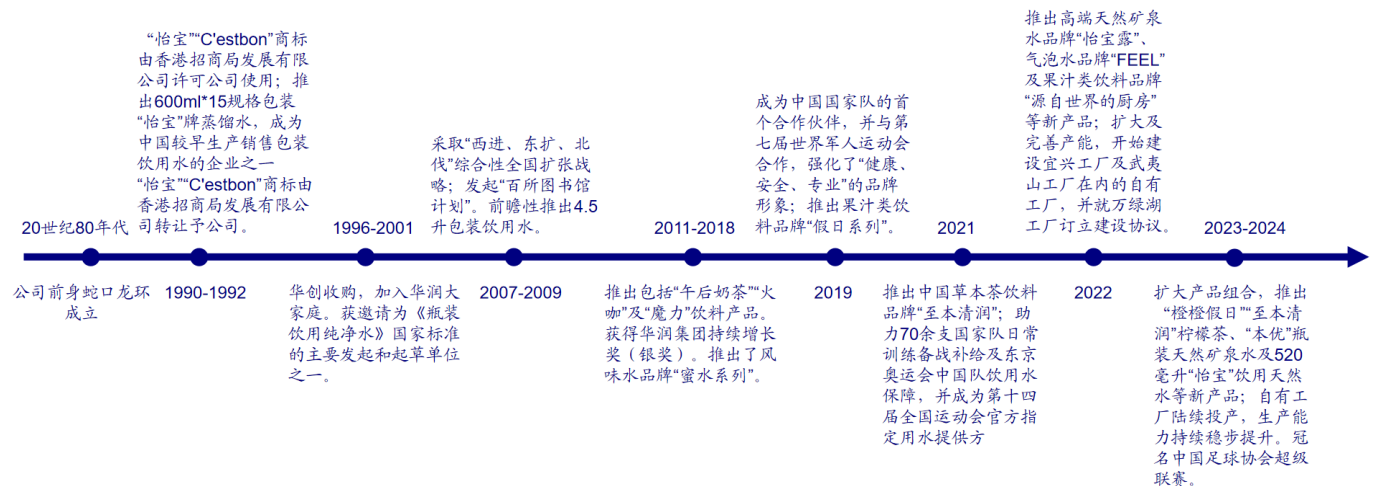
1. 中国饮用纯净水龙头，多品类&全国化发展

1.1 中国饮用纯净水市场龙头&最受欢迎饮用水品牌之一

公司于1984年成立，总部位于广东省深圳市，是一家专注于饮用纯净水以及其它饮料研发、生产以及销售的股份有限公司。公司是最早专业化生产包装饮用水的龙头企业之一，亦是瓶装饮用纯净水国家标准的主要发起和起草单位之一。经过数年对产品研发和品控的努力，公司的旗下品牌“怡宝”已成为中国最受欢迎的包装饮用水品牌之一。

公司是中国包装饮用水行业的开创者、中国即饮软饮行业的领导者。根据招股书援引灼识咨询报告，公司历经40年的发展成长为中国第二大包装饮用水企业以及中国最大的饮用纯净水企业，此外公司在中国菊花茶饮料市场排名第一（以2023年零售额口径计算）。

图1 公司发展历程

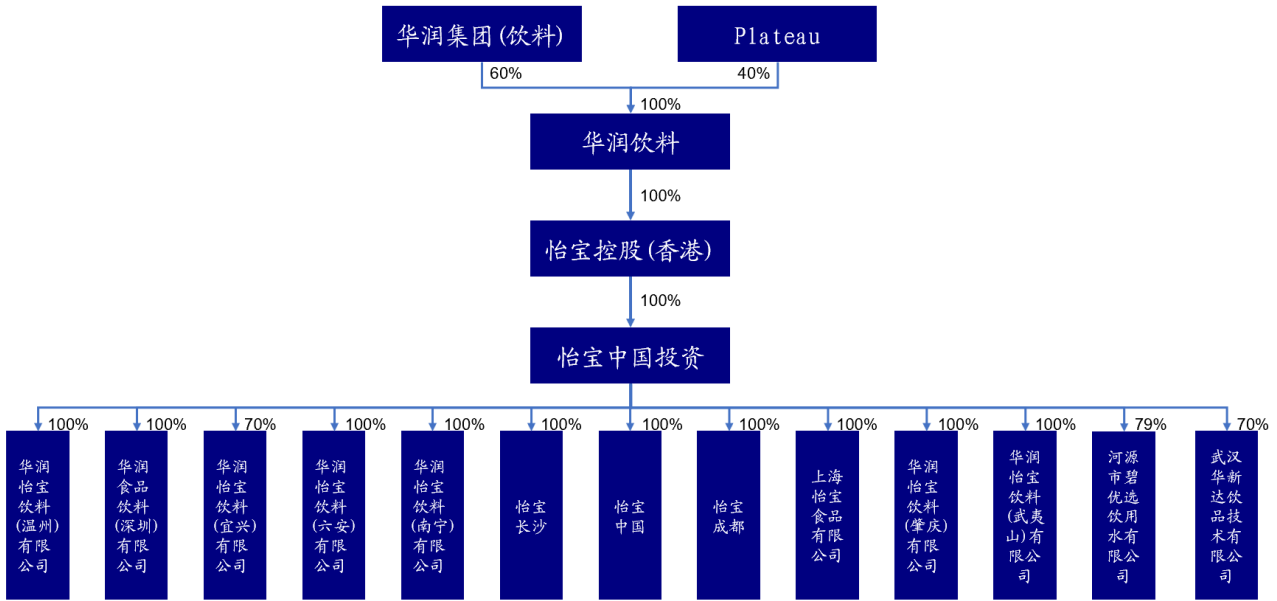


资料来源：公司官网，HTI

公司控股股东为华润集团，持有公司60%的股权。华润集团是一家总部位于中国香港的领先国有企业集团，于2023年位列《财富》世界五百强排名第74位。其核心业务包括大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业。

公司受益于与华润集团在销售渠道、数字化、原材料采购、工程管理及ESG举措等多领域的协同效应，进一步提高运营效率，扩大市场份额，以及提升品牌影响力。

图2 公司股权结构 (截至 2024 年 4 月)



资料来源：公司招股说明书，HTI

1.2 “一超多强”多品类发展，“决胜终端”战略性区域扩张

产品方面，公司以包装饮用水为核心、创新布局更多饮料品类，不断夯实“一超多强”的多品类战略发展格局。公司发展路径与国际即饮软饮行业龙头企业类似，从具有市场领先地位的核心品类扩张至其他品类。公司拥有 13 个品牌的产品组合，包括合计 59 个 SKU。

从业务结构来看，2023 年公司包装饮用水收入占公司主营业务收入的比例为 92.1%，营收复合增速为 7.26%，且 2021-2023 年三年的平均毛利率为 44.2%。截至 2024 年 4 月止 4 个月，公司包装饮用水收入占公司主营业务收入的比例为 89.7%，毛利率为 49.0%。

目前公司饮料品类营收体量尚小，但存在较大的业务发展空间。受益于利用在包装饮用水业务的强大品牌知名度、广泛的销售网络及销售网络和产能布局，战略性引入了中国饮料行业中具有可观增长空间的多个核心品类。公司 2021-2023 年饮料品类收入 CAGR 高达 43.04%，且占比于 2021-2023 年分别为 4.6%/5.7%/7.9%，逐年稳步上升。公司于 2023 年实现超过 10 亿元的饮料产品收入，2021-2023 年饮料产品平均毛利率为 30.4%。截至 2024 年 4 月止四个月，公司饮料产品毛利率为 31.0%。

公司通过丰富水种、拓展产品规格以丰富包装饮用水产品矩阵，涵盖多种消费场景，建立起深入人心的“健康、安全、专业”的品牌形象。同时公司将业务扩展到中国即饮软饮行业的若干核心品类，推出中国草本茶饮料品牌“至本清润”、果汁类饮料品牌“源自世界的厨房”、风味水品牌“蜜水系列”等系列新产品，这些品类获得市场的认可，并展现出巨大的成长潜力。

图3 公司主要产品图示

产品品类

核心产品示意图

包装饮用水产品



茶饮料产品



果汁类饮料产品



其他产品



资料来源：公司招股说明书，HTI

渠道方面，公司坚持“精耕自作、决胜终端”，建立了覆盖全国的强管控、高效率的全面销售及经销网络。经过多年努力，公司已建立起由经销商及次级经销商组成的全面经销商网络，与遍布全国超过 1000 家经销商成功合作，累计覆盖中国超过两百万个零售网点，使公司能够有效触达广泛的消费者。公司还重视并积极布局电商渠道、新零售渠道等新兴销售渠道，同时还以“蜜蜂店”为载体拓展小区销售场景。

区域方面，公司采取战略性区域扩张策略。公司在广东、湖南、四川、海南、广西及湖北六大省份的包装饮用水市场中占有最高的市场份额。依托这些占有领先优势的省份作为根据地，公司近年策略性将长江沿岸市场如上海、江苏等，作为公司区域扩张的重点方向。同时公司积极践行“粤港澳大湾区”战略以拓展港澳市场。

产能方面，公司建立了与覆盖全国销售网络无缝协同的综合产能布局，具备自动化、先进及高效的生产能力。截止 2024 年 4 月 30 日，公司在全国拥有 13 家已投产自有工厂及 31 家合作生产伙伴，包装饮用水及饮料实际年总产量合计达到 13.5 百万公吨。截至 2024 年 4 月，公司拥有 61 条自有生产线及 70 条有公司合作生产伙伴拥有的生产线，其中许多一体化高速生产线从欧洲引进。

1.3 盈利能力持续提升，维持较好 ROE 水平

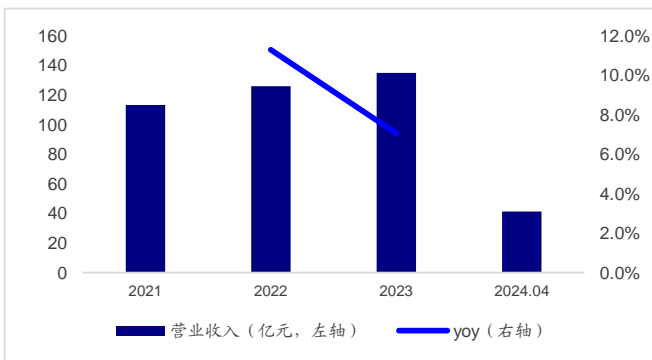
公司 2021-2023 年营业收入与归母净利润整体呈现稳健的增长趋势，高于行业平均水平。其中，2021-2023 年营业收入的年均复合增长率为 9.2%，2023 年实现期内利润为 1331.4 百万元，近三年 CAGR 高达 24.6%。截至 2024 年 4 月止 4 个月，公司实现期内利润 460.7 百万元。

公司毛利率从 2021 年的 43.8% 上升至 2023 年的 44.7%，平均毛利率为 43.4%。其中包装饮用水产品的毛利率由 2022 年的 42.4% 增加至 2023 年的 45.6%，饮料产品的毛利率由 2022 年的 28.8% 增至 2023 年的 33.7%，主要由于公司原材料及包装材料成本下降、饮料产品平均售价增加、包装饮用水产品实施多项降本增效举措及公司有效控制合作生产伙伴的服务费。截至 2024 年 4 月止 4 个月，公司毛利率由 23 年同期的 43.3% 增至 47.1%。

公司 2021-2023 年净利润率分别为 7.6%/7.8%/9.9%。23 年利润率显著提升主要受益于毛利率端提升以及期间费用率持续下降。一方面，公司整体及其细分品类毛利率于近三年呈现总体上升趋势；另一方面，期间费用率从 2021 年的 35.81% 下降至 2023 年的 33.23%。截至 2024 年 4 月止 4 个月，公司净利润率由 23 年同期的 9.0% 增至 11.1%。

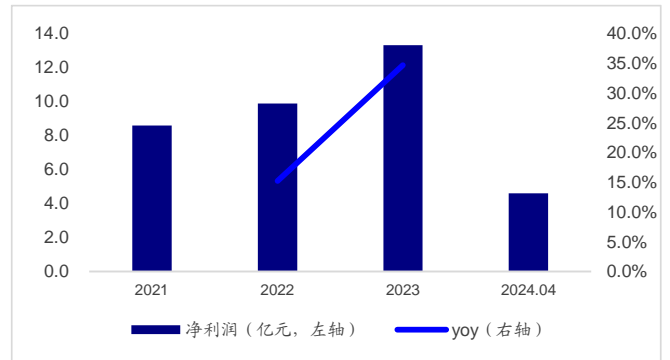
公司过去三年的 ROE 稳定保持在 20% 左右，且经营活动现金流较为充裕。

图4 公司 2021 年以来营业总收入及增速



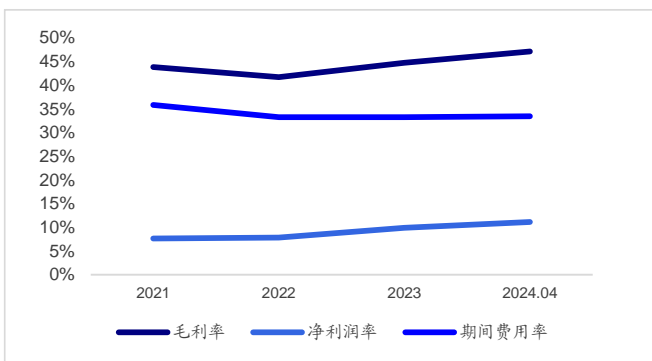
资料来源：Wind, HTI

图5 公司 2021 年以来净利润及其增速



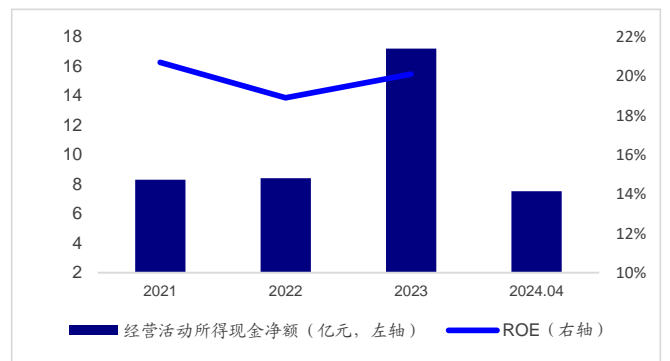
资料来源：Wind, HTI

图6 公司 2021 年以来毛利率、净利润率及期间费用率变化



资料来源：Wind, HTI

图7 公司 2021 年以来 ROE 及经营活动所得现金流变化情况



资料来源：Wind, HTI

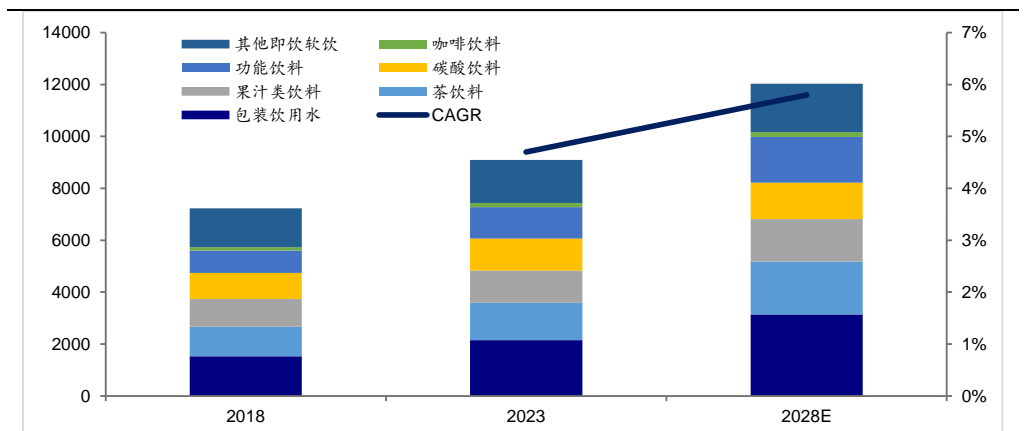
2. 包装饮用水市场集中度持续提升，菊花茶饮料细分赛道快速崛起

2.1 中国即饮软饮市场规模万亿，持续维持较好景气度

中国是全球最大的即饮软饮市场之一，即饮软饮市场相对集中。据公司招股书援引的灼识咨询报告，按零售额计算，2023年中国即饮软饮市场规模达9092亿元，2018-2023年的复合年增长率为4.7%。

预计受益于城镇化率提升、可支配收入增长、持续产品创新、市场细分化以及销售渠道多元化等因素，2023-2028年的复合年增长率将维持在5.8%，并将在2028年达到12032亿元的市场规模。

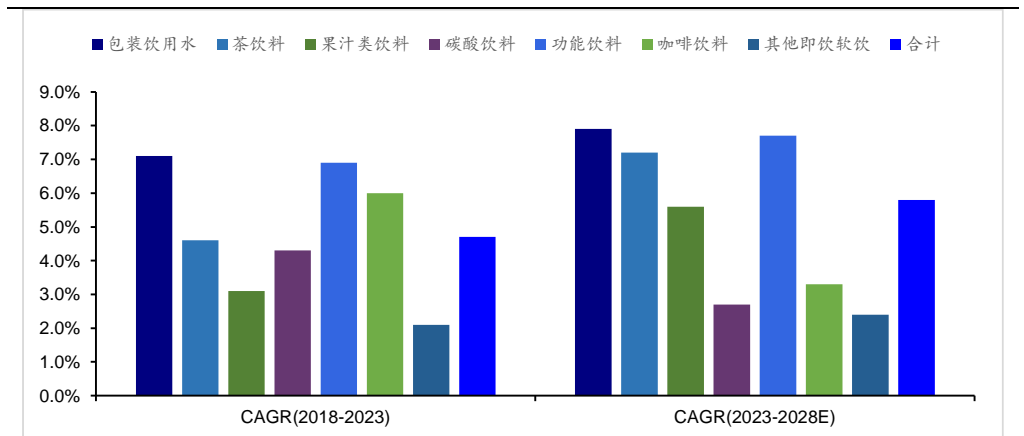
图8 中国即饮软饮市场规模（左轴，亿元）及CAGR（右轴）预测



资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

包装饮用水、茶饮料和果汁类饮料规模前三，包装饮用水、功能饮料和咖啡饮料增速最快。即饮软饮产品分为六个主要类别，按2023年市场规模顺序（从大到小）依次是：包装饮用水、茶饮料、果汁类饮料、碳酸饮料、功能饮料、咖啡饮料。据公司招股书援引的灼识咨询报告，2018年-2023年，市场规模最大的三个子行业分别是包装饮用水、茶饮料和果汁类饮料，市场规模复合年增长率最高的三个类别分别是包装饮用水、功能饮料和咖啡饮料，其复合年增长率分别为7.1%、6.9%和6.0%。

图9 2018-2028年中国即饮软饮市场不同产品复合增速（及预测）

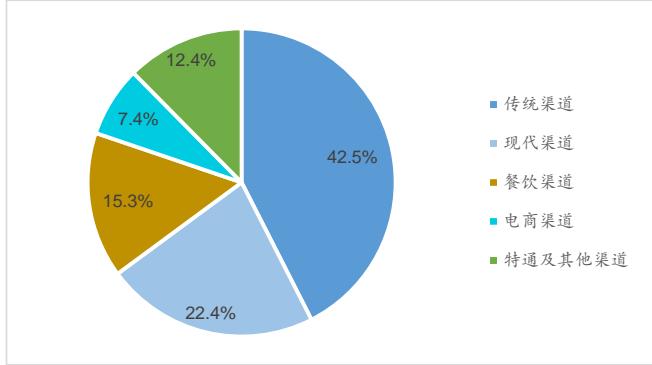


资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

从不同渠道拆分来看，2023 年传统渠道占比约 43%，过去 5 年复合增速为 5.1%，预计未来 5 年将保持低个位数的复合增速，2028 年占比增加至 5.7%。

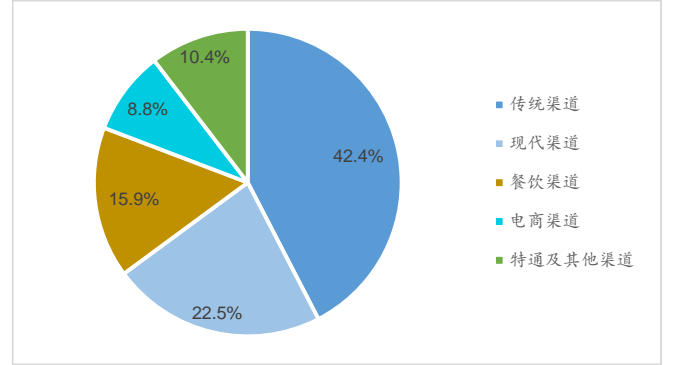
现代渠道、餐饮渠道和电商渠道等 2023 年合计占比约为 45%，过去 5 年保持较快增速，预计未来 5 年将继续保持高个位数的复合增速，2028 年合计占比接近一半。

图10 2023 年中国即饮软饮市场不同渠道占比



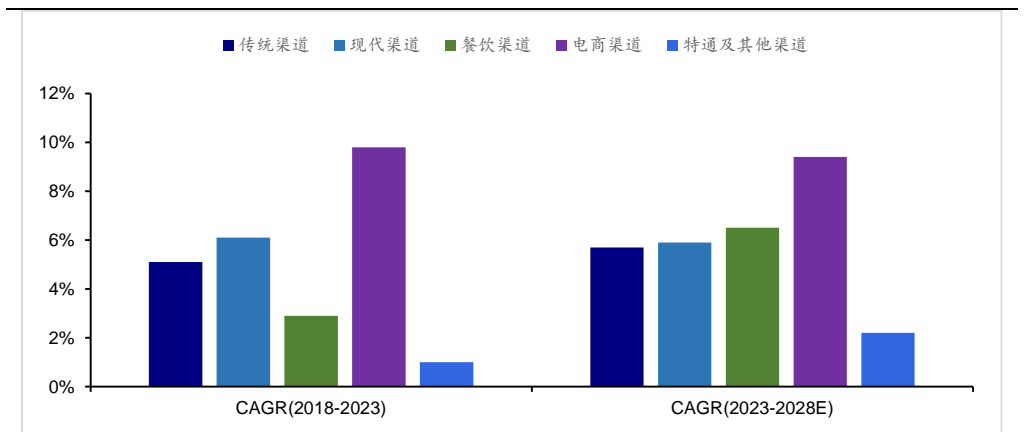
资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

图11 2028 年中国即饮软饮市场不同渠道占比预测



资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

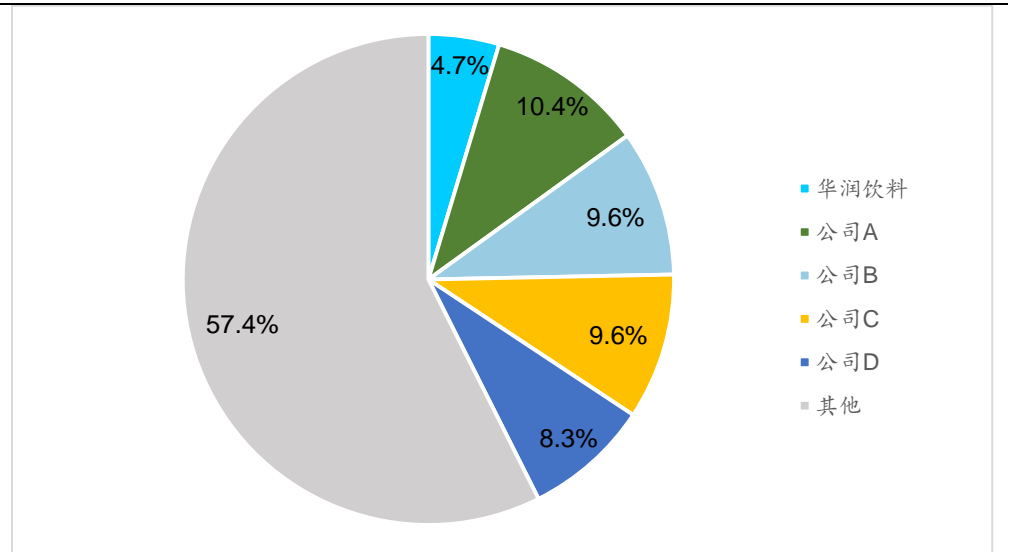
图 12 2018-2028 年中国即饮软饮市场不同渠道复合增速（及预测）



资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

中国即饮软饮市场相对集中，头部企业市占率有望继续保持提升。根据公司招股书援引的灼识咨询报告，2023 年前五大企业总市场份额为 42.6%，且预期将继续上升。

图 13 2023 年中国即饮软饮市场前五大公司市场份额（按零售额计）



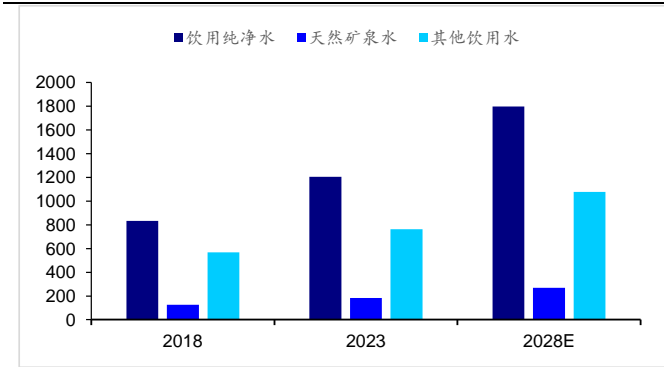
资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

2.2 包装饮用水市场集中度不断提升，纯净水是最大细分市场

包装饮用水已成为中国最大的软饮料细分市场，预计未来 5 年仍保持领先地位。根据公司招股书援引的灼识咨询报告，按零售额计，2023 年中国包装饮用水的市场规模为 2150 亿元，2018-2023 年的复合年增长率为 7.1%，预计到 2028 年将达到 3143 亿元，2023-2028 年的复合年增长率为 7.9%。按零售额计，包装饮用水市场占中国即饮软饮的份额在 2023 年为 23.6%，预计到 2028 年仍将保持其领先地位。

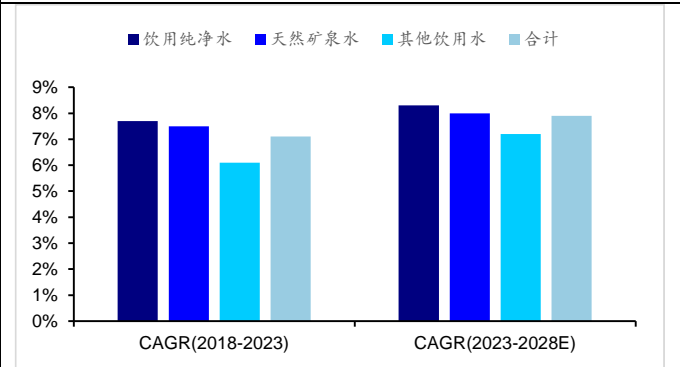
从不同渠道拆分来看，中国包装饮用水市场的销售渠道与中国即饮软饮市场的销售渠道相似，其中包装饮用水企业利用传统渠道及现代渠道作为主要渠道，以接触广泛的消费者群体。

图14 中国包装饮用水市场预测 (亿元)



资料来源: 招股说明书援引灼识咨询报告, HTI

图15 中国包装饮用水市场增速预测

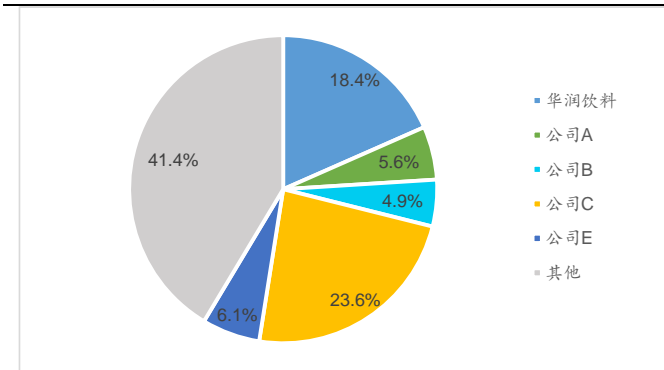


资料来源: 招股说明书援引灼识咨询报告, HTI

中国包装饮用水市场的集中度不断提高。根据公司招股书援引的灼识咨询报告, 按零售额计, 前五大企业的总市场份额由 2021 年的 56.2% 增至 2023 年的 58.6%。

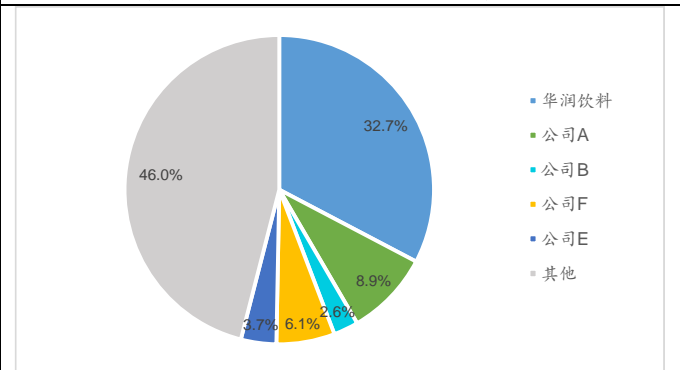
饮用纯净水是中国包装饮用水市场最大的细分市场。根据公司招股书援引的灼识咨询报告, 按零售额计, 2023 年饮用纯净水的市场规模达到 1206 亿元, 占中国包装饮用水市场的 56.1%。预计该细分市场将持续增长, 到 2028 年零售额将达到 1798 亿元, 占中国包装饮用水市场的 57.2%。

图16 2023 年中国包装饮用水市场占比 (按零售额计)



资料来源: 招股说明书援引灼识咨询报告, HTI

图17 2023 年中国纯净饮用水市场占比 (按零售额计)



资料来源: 招股说明书援引灼识咨询报告, HTI

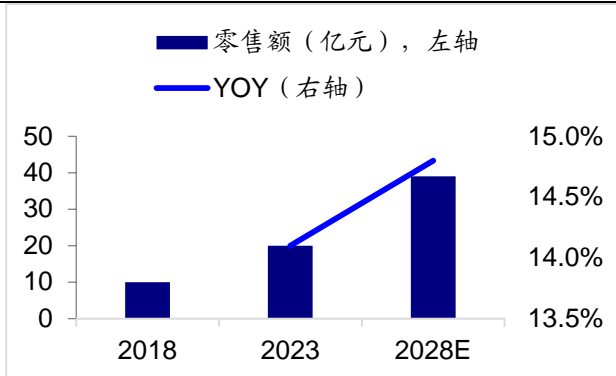
2.3 菊花茶饮料市场小而美, 正处快速成长阶段

中国茶饮料行业竞争激烈, 领先的即饮软饮公司不断探索茶饮料的子细分市场, 寻找新的增长机会。菊花茶饮料是一种草本植物饮料, 因其健康元素和清新口感而受到消费者的喜爱。

根据公司招股书援引的灼识咨询报告, 中国菊花茶饮料市场经历了快速增长, 从 2018 年的 10 亿元增长到 2023 年的 20 亿元, 复合年增长率为 14.1%, 预计到 2028 年将进一步增长到 39 亿元, 2023 年-2028 年的复合年增长率为 14.8%, 显著高于整体茶饮料市场的增长速度。

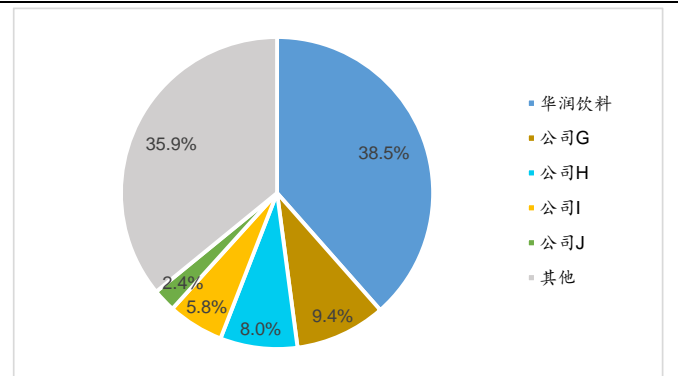
按零售额计, 公司于 2023 年在中国菊花茶饮料市场排名第一。

图18 2018-2028年中国菊花茶饮料零售额与增速（及预测）



资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

图19 2023年中国纯净饮用水市场不同渠道占比预测



资料来源：招股说明书援引灼识咨询报告，HTI

3. 从“怡宝”饮用纯净水大单品到“一超多强”多品类战略发展格局

公司以饮用纯净水起家，并于2011年通过与“麒麟”品牌合作先后推出“午后奶茶”、“魔力”及“火咖”切入饮料领域。目前建立了“一超多强”的多品类战略发展格局，产品组合的广度和深度为消费者提供了多种饮用选择。

公司传递“安全、健康、美好的生活”品牌精神内涵，与消费者生活方式的转变和消费需求的发展相契合。公司注重产品质量和安全性，是瓶装饮用纯净水行业标准及国家标准的制定者之一。产品采用先进的生产技术和水源管理措施，确保净化纯度比中国国家标准更加严格。

公司积极开展产品研发，以丰富产品供应以及扩大各种品类覆盖范围。目前拥有包装饮用水产品及饮料产品两个品类的多元化产品组合，合计包括13个品牌及59个SKU。

表 1 公司产品举例

产品品类	品牌	描述	上市时间	单瓶容量	终端客户建议零售 价 (人民币)	SKU 数量
包装饮用水产品	怡宝	瓶装 / 桶装饮用纯净水	1990 年代	350 毫升、400 毫升、520 毫升、555 毫升、1.18 升、1.55 升、2.08 升、4.5 升、6 升、12.8 升及 18.9 升	1.5 元至 23 元	10
		瓶装饮用纯净水及饮用天然水		520 毫升及 5 升		3
	怡宝露	玻璃瓶装高端天然碳泉水	2022 年	350 毫升及 750 毫升	15.0 元至 30.0 元	2
	本优	瓶装天然碳泉水	2023 年	350 毫升及 555 毫升	1.5 元至 2.0 元	3
	加林山	桶装天然碳泉水及 2010 年饮用纯净水	2010 年	18.9 升	18.0 元至 22.0 元	2
	FEEL 气泡苏打水	罐装 / 瓶装气泡苏打水	2022 年	330 毫升及 480 毫升	3.0 元至 4.0 元	4
茶饮料产品	至本清润	草本植物饮料	2021 年	310 毫升、450 毫升、1 升及 1.5 升	3.0 元至 8.5 元	8
	佐味茶事	无糖茶饮料	2019 年	430 毫升	5.0 元	3
	午后奶茶	奶茶饮料	2011 年	430 毫升及 500 毫升	4.0 元至 5.0 元	3
果汁类饮料产品	蜜水系列	风味水	2018 年	350 毫升及 480 毫升	4.0 元至 5.0 元	7
	假日系列	低浓度果汁	2019 年	440 毫升及 1.5 升	4.0 元至 8.5 元	5
	源自世界的厨房	低浓度果汁	2022 年	500 毫升	5.0 元	1
其他产品	魔力	运动饮料	2011 年	500 毫升	5.0 元	3
	火咖	咖啡饮料	2011 年	180 毫升、260 毫升、280 毫升及 440 毫升	3.5 元至 6.0 元	5

资料来源：招股说明书，HTI

3.1 包装饮用水业务：以“怡宝”为核心品牌，多规格/多品类持续发力

公司以“怡宝”为核心品牌，进行包装饮用水产品的生产与销售。其中小规格瓶装水产品是主要利润来源，“小绿瓶”经典形象深入人心，2023 年在总营收占比高达 57.1%。中大规格饮用水产品表现出较大的成长空间，其收入及销量的年复合增长率均超过 10%。

图20 华润饮料“怡宝”包装纯净水产品经典“小绿瓶”形象

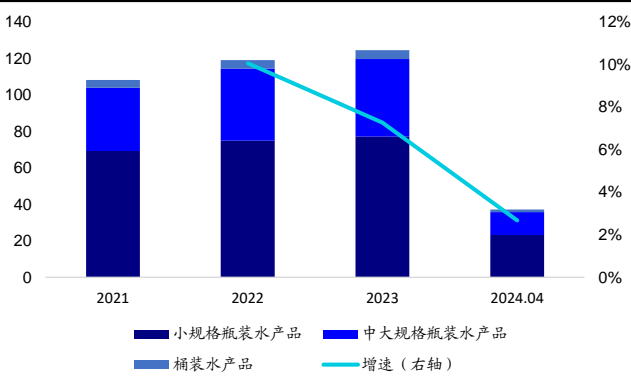


资料来源：公司官网，HTI

2021-2023 年，公司包装饮用水产品的收入分别为 108.18 亿元、119.06 亿元及 124.47 亿元，年复合增长率达 7.3%。其中分规格来看，小规格瓶装水产品/中大规格瓶装水产品/桶装水产品的 2023 年收入分别为 77.16/42.43/4.88 亿元，2021-2023 年的年复合增长率分别 5.57%/10.59%/7.02%。截至 2024 年 4 月止 4 个月，公司包装饮用水产品收入为 37.21 亿元，对比 23 年同期增长 2.68%。

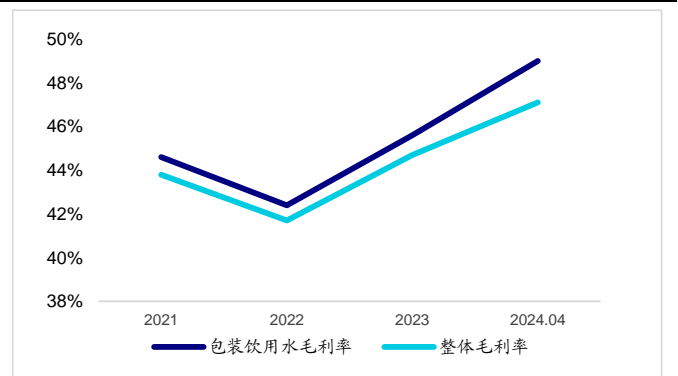
此外，从量来看，包装饮用水销量逐年增加，主要由中大规格瓶装水产品的销售拉动。从价来看，不同规格的包装饮用水产品的平均售价保持相对稳定。

图21 公司 2021 年以来包装饮用水产品营业总收入及增速



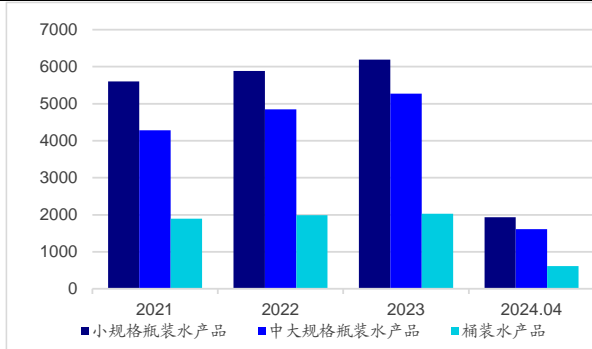
资料来源：Wind，HTI

图22 公司 2021 年以来包装饮用水产品毛利率变化情况



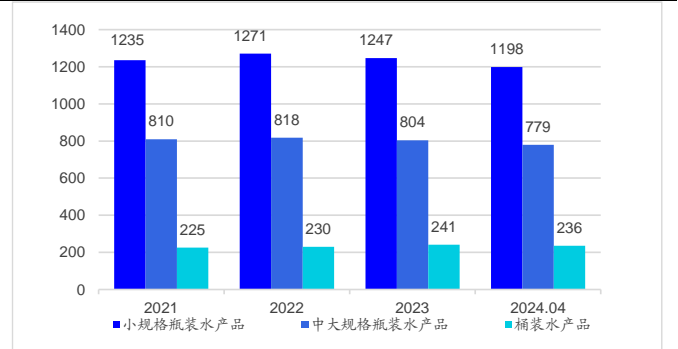
资料来源：Wind，HTI

图23 公司 2021 年以来包装饮用水产品销量 (千公吨)



资料来源: Wind, HTI

图24 公司 2021 年以来包装饮用水不同规格产品 ASP(元/公吨)



资料来源: Wind, HTI

公司通过丰富水种、拓展产品规格等方式,不断丰富包装饮用水的产品矩阵以把握中国包装饮用水市场的持续增长机遇。

公司主张“好水不分水种”,完成了饮用纯净水、天然矿泉水及饮用天然水三大主流水种布局。2010年,公司于广东省加林山获取了首个天然矿泉水水源地,并借此推出了“怡宝露”高端天然矿泉水、“本优”牌天然矿泉水及“加林山”牌桶装水。公司于2022年推出了“Feel”气泡苏打水,为消费者带来清爽、丰富的口感,模糊了包装饮用水和饮料产品之间的界限。

表 2 公司包装饮用纯净水产品

品牌	图示	特征	容量	饮用场景
怡宝露		高端天然矿泉水品牌，产品取自地下 120 米深处的加林山水源地，偏硅酸含量稳定、水质优良。包装采用设计优雅的玻璃瓶，瓶型自然流线的造型，结合了露滴圆润的自然形态。瓶身正面印有中文“露”字及法文“L'eau”字样，结合中外文化意象，加持多元艺术的魅力。	350 毫升 750 毫升	高端商务场所、酒吧、星级酒店，高级餐厅和咖啡厅等高端消费场景
本优		一款天然矿泉水品牌，其简约时尚、具有亲近感的设计灵感源自大自然中的阳光和水滴元素。其品牌名称亦完美融入瓶身设计之中，采用与传统环绕式标签不同的设计，展现其优雅之美，提供清新、优质的日常饮水体验。	350 毫升 555 毫升	居家办公、健身及外出等场景
加林山		专为满足大量补水需要而提供的便捷且可持续的补水解决方案的标杆产品。公司拥有两个加林山品牌下的 SKU，分别为 18.9 升加林山桶装水及永隆桶装水。前者采用天然矿泉水生产，后者加林山品牌下的子品牌“永隆”，销售桶装纯净水。	18.9 升	家庭和办公场所
FEEL 气泡苏打水		是一款零糖、零脂肪、零热量、零山梨酸钾，畅爽无忧的气泡苏打水产品，为消费者带来清爽口感。	330 毫升 480 毫升	任何场合

资料来源：招股说明书、公司官网，HTI

结合对不同消费场景下包装饮用水发展趋势的深刻理解，公司持续推出多种规格的包装饮用水产品，覆盖包括外出、居家、商务、餐饮、运动等多个消费场景。2009 年公司前瞻性布局 4.5 升中大规格包装饮用水产品，公司还分别于 2020 年及 2021 年率先推出 6 升及 12.8 升规格的包装饮用水，以满足家庭消费场景的需求。

图25 公司包装饮用水产品推出时间轴线



资料来源：公司招股说明书，HTI

表 3 华润饮料“怡宝”包装饮用水产品经典“小绿瓶”形象

规格	使用场景	怡宝
小规格	个人便携饮用场景	350 毫升、400 毫升、520 毫升、555 毫升
中大规格	家庭、餐饮及户外场景	1.18 升、1.55 升、2.08 升、4.5 升、6 升、12.8 升
桶装水	家庭和办公场所	18.9 升

资料来源：公司招股说明书，HTI

说明：(1) 小规格瓶装水产品指单瓶容量不超过 1 升的包装饮用水产品。

(2) 中大规格瓶装水产品指单瓶容量在 1 升至 15 升之间的包装饮用水产品。

(3) 桶装水产品指单瓶容量为 18.9 升的包装饮用水产品。

3.2 布局多元饮料产品矩阵，积极打造菊花茶饮料等第二增长曲线

通过利用在包装饮用水业务的强大品牌知名度、广泛的销售及经销网络和产能布局，公司战略性地进入了中国饮料行业中具有可观增长空间的多个核心品类并取得领先地位。根据灼识咨询报告，公司有五个零售额均超过人民币 1 亿元饮料产品品牌，分别是“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”、“火咖”及“午后奶茶”。

此外，公司在茶饮料、果汁类饮料、咖啡饮料等多个核心即饮软饮品类的市场份额均居于中国市场前十位。公司在中国菊花茶饮料市场排名第一，以及在风味水市场排名第二。

“至本清润”菊花茶的开发与推出是公司产品研发方面取得的一项重大成就。菊花茶具有清热解火、温润滋补的健康属性，结合这一属性和广东省独特的地域消费习惯，公司精准选择菊花茶这一利基市场。根据灼识报告，“至本清润”菊花茶于 2021 年 8 月上市，公司 2023 年零售额已达到人民币 756.4 百万元，于菊花茶饮料市场份额为 38.5%，市场排名第一。

借助“至本清润”菊花茶的热度，公司于 2023 年 2 月及 2024 年 3 月顺势推出同品牌柠檬茶产品和酸梅汤产品，巩固了“至本清润”品牌在饮料市场的市场地位。

同时，公司提供多种包装规格选择，填补相对空白的市场。公司于2023年推出了大包装菊花茶及柠檬茶。同年，公司推出了310毫升的小规格「至本清润」菊花茶和柠檬茶，以满足消费者对线上购物的偏好。

表 4 公司饮料产品及部分其他产品

品牌	图示	特征	容量及口味	售价 (元)	组合销售数目 (瓶)	终端客户建议零售价 (元)	饮用场景
至本清润		产品以中国传统地方经典风味为基础研发而成，旨在帮助消费者发掘中国草本植物饮料清新甘甜的口感，呼应其“经典滋味·记忆中的味道”的市场定位	310 毫升 柠檬茶饮料	14.9	6	3.0	专为不同年龄段的广大消费群体在不同季节和场景饮用而设计
			450 毫升 柠檬茶饮料	59.9	15	4.0	
午后奶茶		与“麒麟”品牌合作推出的产品。产品采用红茶与进口奶源精制而成，脂肪含量低且不含反式脂肪酸，以其柔滑度和奶香为特色，旨在为消费者提供高品质健康的奶茶选择。	500 毫升 原味奶茶饮料	59.0	15	4.0	居家办公、健身及外出等场景
蜜水系列		一款定位于年轻消费者的健康果汁类饮料。产品优选地中海水果汁与蜂蜜低温调配，达到每瓶5%的足量果汁。此外产品还采用无菌冷灌装工艺生产，其中的果汁原料采用冷链运输，从而保留了果汁和蜂蜜混合的新鲜口感。	350 毫升 百香果水果饮料	36.0	12	4.0	专为工作、休闲及其他娱乐时刻而设计的风味水品牌
			480 毫升 百香果水果饮料	59.9	15	5.0	
假日系列		一款老少皆宜、美味可口的低浓度果汁类饮料。产品选用来自优质产地的果汁原料，进一步通过无菌冷灌装工艺制成，能够保留果汁的原汁原味，并为消费者带来香甜可口的饮用体验。	440 毫升 葡萄假日果汁饮料	59.9	15	4.0	适用于各种场合和情景，包括户外、工作和学习以及朋友和家庭聚会

资料来源：招股说明书、公司官网、怡宝京东自营旗舰店，HTI

说明：

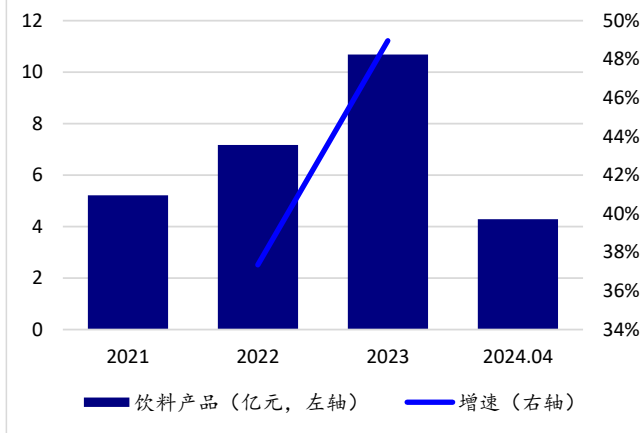
1) 售价及组合销售数目均来自于怡宝京东自营旗舰店，日期为2024年12月26日

2) 部分价格可能包含促销打折

“麒麟”为一家于东京证券交易所上市的日本公司，2011年，公司与“麒麟”品牌订立战略合作，随后相继引进“午后奶茶”、“火咖”及“源自世界的厨房”作为公司产品组合的一部分。2021年、2022年及2023年以及截至2024年4月30日止4个月，公司销售麒麟相关产品收入分别占当年总收入的2.0%/1.5%/1.4%/1.3%。

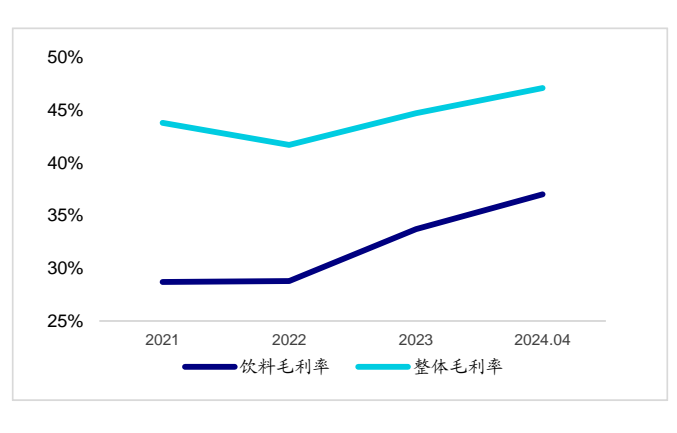
公司饮料产品近三年收入逐年增加，其中 2023 年收入超过 10 亿元，年复合增长率为 43.04%。公司三年间年毛利率分别为 28.7%、28.8%、33.7%。截至 2024 年 4 月 30 日止 4 个月，公司饮料产品毛利率为 31.0%。

图26 公司 2021 年以来饮料产品营业总收入及增速



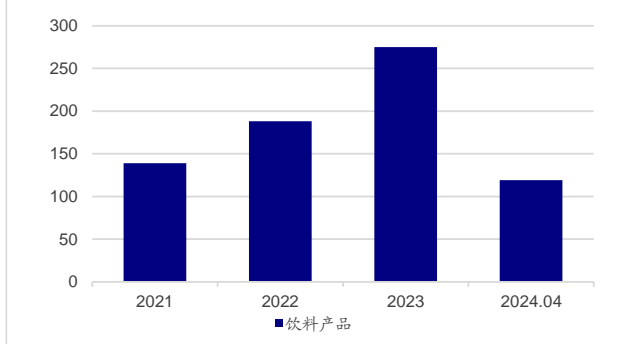
资料来源: Wind, HTI

图27 公司 2021 年以来饮料产品毛利率



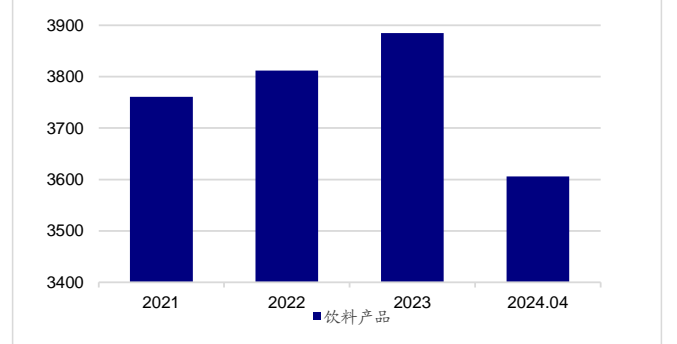
资料来源: Wind, HTI

图28 公司 2021 年以来饮料产品销量 (千公吨)



资料来源: Wind, HTI

图29 2021 年以来饮料产品 ASP (元/公吨)



资料来源: Wind, HTI

图30 公司饮料产品推出时间轴线



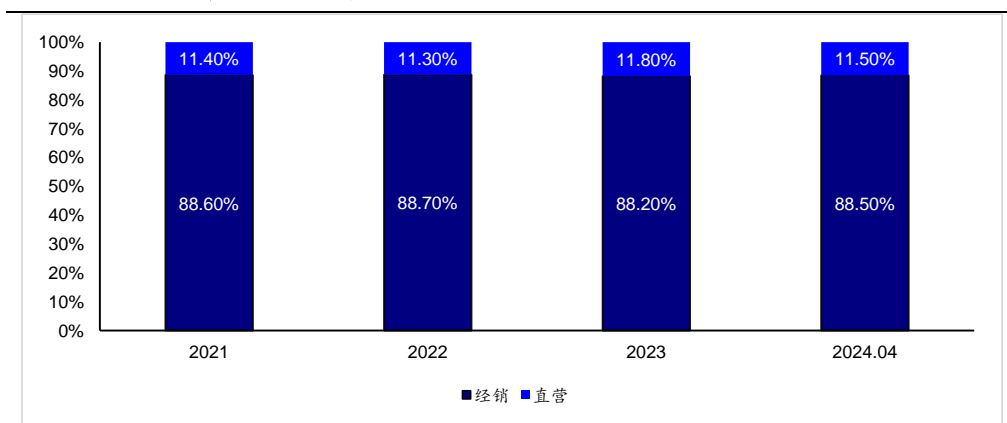
资料来源: 公司招股说明书, HTI

研发团队经验丰富，为产品力提升打下坚实基础。截至 2024 年 4 月 30 日，公司拥有一支由 77 名人员组成的研发团队，其中 22 名持有硕士学位，32 名拥有工程师职称，大部分研发团队均拥有多年食品和饮料行业的经验。此外，公司还建立了感官及微生物耐热菌领域的研究体系，并新增感官研究室、茶研究室和咖啡研究室，进一步扩大研发能力。

4. 全国化强管控销售网络，从核心市场向区域扩张

公司建立了覆盖全国的强管控、高效率的全面销售及经销网络，通过传统渠道、现代渠道、餐饮渠道、特通渠道、电商渠道及其他渠道销售产品。公司的销售模式以经销模式为主，2021-2023 年经销模式营业收入占比均达 85% 以上，CAGR 为 8.94%，截至 2024 年 4 月 30 日，已通过 1198 名经销商覆盖了全国 200 万个以上的终端零售网点。此外，公司也采用直营模式，截至 2024 年 4 月 30 日，公司产品销往 150 多名 KA 客户及 12 家电商平台。

图31 公司 2021 年以来不同销售渠道营业收入占比

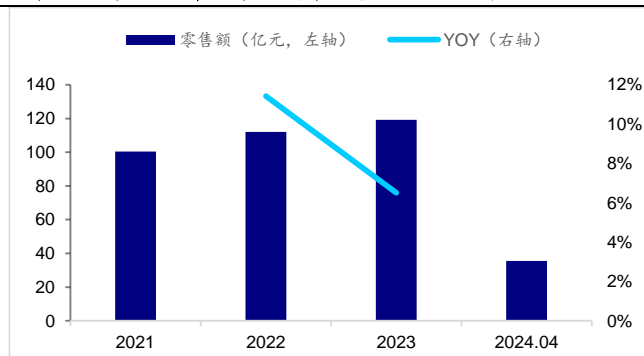


资料来源：公司招股说明书，HTI

4.1 经销商数目维持平稳，持续提升终端覆盖率&掌控制度

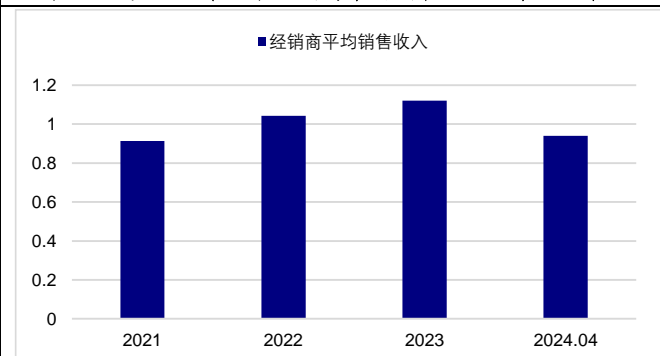
经销模式方面，2021-2023 年公司经销渠道平均营业收入占比为 88.51%，期间营业收入 CAGR 为 9.17%。2023 年公司经销渠道实现营业收入 119.23 亿元 (YOY=+6.50%)，截至 2024 年 4 月 30 日止 4 个月，公司经销渠道实现营业收入 36.73 亿元。

图32 公司 2021 年以来经销渠道营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，HTI

图33 公司 2021 年以来经销商平均销售收入 (单位：千万元)



资料来源：公司招股说明书，HTI

公司对经销商实施严格的筛选与评估机制，对于销售业绩欠佳、未能遵守经销商管理政策的经销商及时终止业务关系。2021-2023 年，公司终止经销商数目的比例为 12.30%/16.67%/15.57%，总体经销商数量保持相对稳定。

表 5 公司 2021 年以来经销商数量及变动情况

	2021	2022	2023	2024.04
期初经销商数量 (个)	1114	1086	1060	1068
期间内新增经销商数量 (个)	109	155	173	184
期间内已终止经销商数量 (个)	137	181	165	54
期末经销商数量 (个)	1086	1060	1068	1198

资料来源：公司招股说明书，HTI

公司建立起由经销商及次级经销商组成的全面经销商网。截至 2024 年 4 月 30 日，公司覆盖全国 200 万个以上的终端销售网点，其中约有 57.2% 的终端销售网点位于国内三线及以下城市。

公司允许经销商通过次级经销商营销及销售包装饮用水产品及饮料产品，截至 2024 年 4 月 30 日，公司与约 4000 家次级经销商订立三方协议。截至 2024 年 4 月 30 日，公司销售团队由超过 8700 名销售人员组成，于往绩记录期间累计覆盖中国逾两百万个零售网点。为保持与零售网点的紧密联系及沟通，公司联合各业务部门开展“集体铺市”行动。这一战略举措旨在让公司销售团队全面了解市场，从而消除潜在盲点，扩大市场覆盖范围。

表 6 公司 2021 年以来次级经销商数量及变动情况

	2021	2022	2023	2024.04
期初次级经销商数量 (个)	2080	3297	3747	3938
期内新聘用次级经销商数量 (个)	1766	1155	869	402
期内被终止的次级经销商数量 (个)	549	705	678	256
期末次级经销商数量 (个)	3297	3747	3938	4084

资料来源：公司招股说明书，HTI

表 7 公司 2021 年以来经销商数目分地区情况

	2021		2022		2023		2024.04.30	
	数量	%	数量	%	数量	%	数量	%
南部地区 (个)	195	18.0	187	17.6	195	18.3	203	16.9
东部地区 (个)	119	11.0	125	11.8	136	12.7	171	14.3
西南地区 (个)	349	32.1	312	29.4	285	26.7	310	25.9
中部地区 (个)	66	6.1	64	6.0	72	6.7	92	7.7
其他地区 (个)	357	32.9	372	35.1	380	35.6	422	35.2
合计	1086	100.0	1060	100.0	1068	100.0	1198	100.0

资料来源：公司招股说明书，HTI

信息化管理助力华润饮料增强渠道控制力。公司向经销商提供 DMS 系统，以记录库存水平并与经销商保持定期沟通。DMS 系统集成了线上订单和经销渠道的管理，并支持销售渠道的订购、库存和订单分配管理。我们认为，DMS 系统进一步增强了公司的经销商管理及合作机制。

表 8 公司关于供应商的管理

名称	内容
安全库存管理	公司要求经销商维持相关产品的安全库存水平，以向其客户供应产品，确保产品供应稳定及有效应对自然灾害等突发状况。公司向经销商提供 DMS 系统，以记录库存水平及其他相关信息，并与经销商保持定期沟通
均衡提货管理	为保持产品供应稳定，并减少市场投机行为，公司要求经销商每月应按照其已购买产品的指定比例进行均衡提货。
价格折扣	若经销商主动参与公司的销售推广活动，公司可能会给予彼此一定的价格折扣。

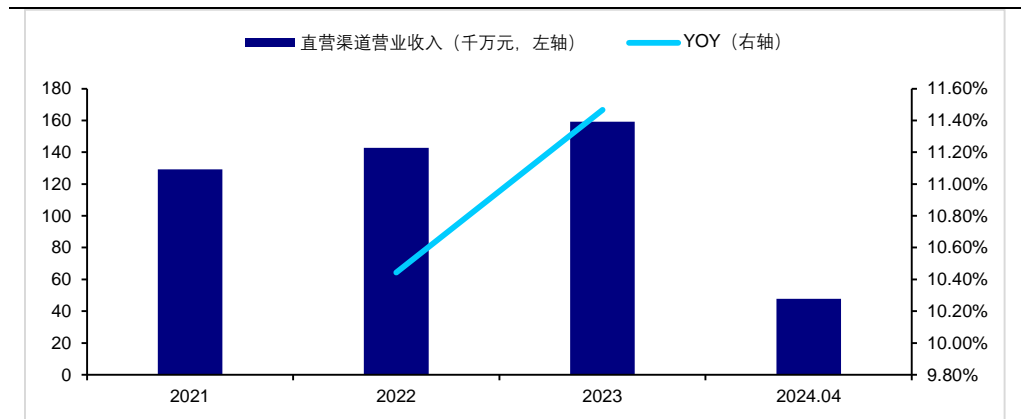
资料来源：公司招股说明书，HTI

4.2 直销&电商齐发力，不断拓宽市场空间

直销模式方面，公司直销模式覆盖除传统渠道之外的大部分销售渠道。公司的直营客户主要包括商超、连锁便利店、餐厅、航空公司、加油站及电商平台等。截至 2024 年 4 月 30 日，公司拥有约 150 多名 KA 客户及 12 家电商平台。截至 2024 年 4 月 30 日止 4 个月，来自直营客户的收入为 4.77 亿元，占同期总收入的约 11.5%。与直营客户的业务关系有利于巩固并提高市场份额，同时更有效地渗透至地方性市场。

公司也重视并积极布局电商渠道等新兴销售渠道。自 2014 年以来，公司加快在线业务的发展与投入，已完成对中国主流电商平台的全覆盖，通过电商渠道实现收入快速增长，2023 年电商渠道收入达到 7.10 亿元，2021-2023 年的复合年增长率为 34%，于截至 2024 年 4 月 30 日止 4 个月达到人民币 2.40 亿元。

图34 公司 2021 年以来直营渠道营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，HTI

4.3 核心市场领导地位突出，长江沿岸市场重点拓展

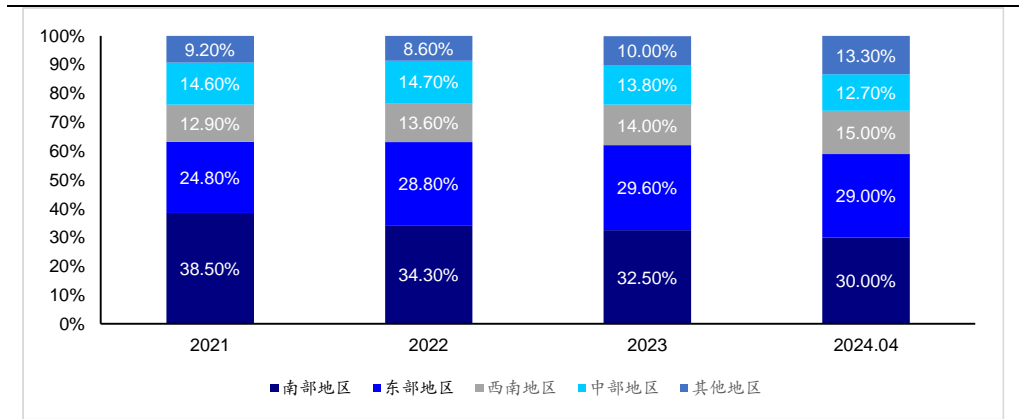
从区域分布来看，公司在核心市场的领导地位展现了公司强大的市场竞争力。根据招股书援引灼识咨询报告，2023年，公司包装饮用水产品在中国6大省份（即广东、湖南、四川、海南、广西及湖北）的包装饮用水市场中占有最高的市场份额，该6大省份的包装饮用水市场规模约占中国包装饮用水市场总市场规模约30%；公司包装饮用水产品在中国的另外17个省份的市场中名列前茅，该17个省份的包装饮用水市场规模约占中国包装饮用水市场总市场规模约60%。

公司采用首先在重点区域快速实现领先优势、建立根据地，再进一步辐射周边更广阔范围的扩张策略，并已取得显著成效。对于长江沿岸市场，公司今年策略性的将长江沿岸市场作为区域扩张重点方向。在长江沿岸市场的7个省市中，根据招股书援引灼识咨询报告，按2023年零售额计，公司的包装饮用水产品在2个省份（四川、湖北）排名第一、5个省份或直辖市（上海、江苏、安徽、重庆、西藏）排名第二。

对于北方市场，公司首先在北京、辽宁、陕西建立起较强优势，再以其作为根据地辐射周边省份，分别带动北部市场（北京、天津、河北及山西）、东北市场（黑龙江、吉林及辽宁）及西北市场（陕西、内蒙古、甘肃、宁夏、青海及新疆）2023年实现销量快速提升，分别取得16.0%、20.9%及31.7%的销量同比增幅。

同时，公司积极践行“粤港澳大湾区”战略，公司2023年在香港地区的销量同比增长157.0%。公司与香港主要零售运营商建立合作，在“怡宝”品牌的包装饮用水产品的带动下，将“至本清润”、“蜜水柠檬”、“佐味茶事”等多个品牌的饮料产品同步引入香港市场。

图35 公司2021年以来按地理位置划分销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，HTI

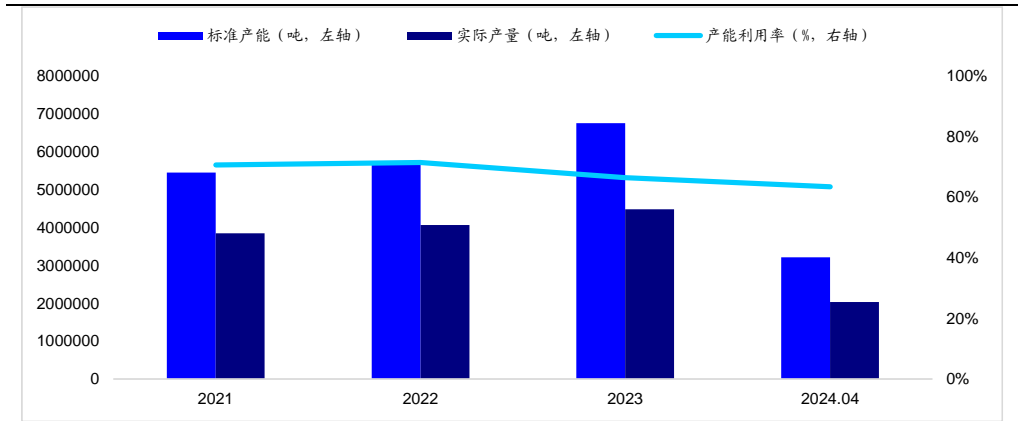
5. “1+N”模式全国化工厂布局，自建产能比例持续提升

截至2024年4月30日，公司在中国拥有13家已投产的自有工厂及31家合作生产伙伴，生产包装饮用水及饮料产品。在决定工厂选址时，公司战略性地选择在相对成熟的区域市场或具有优质或丰富水源的地区建厂，以便集中资源满足不断增加的市场需求。

随着市场规模持续增长，公司亦更为注重产品组合多元化需求、运输供应半径及区域发展战略等因素，遵循“1+N”模式布局工厂，从而优化整体运输及供应效率并实现有效的成本控制。

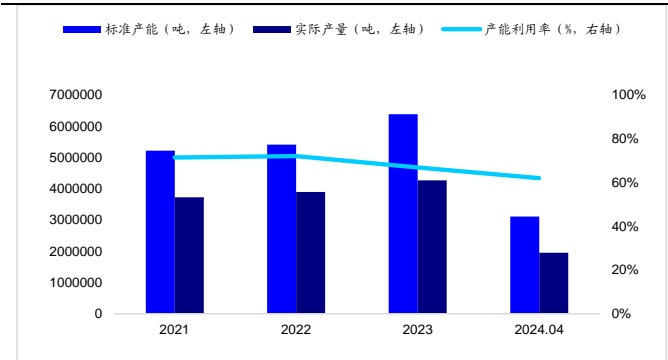
2021-2023 年公司整体平均实际产能为 4128.33 千公吨，整体平均产能利用率为 69.47%，其中包装饮用水产品的平均产能利用率为 70.07%，饮料产品的平均产能利用率为 57.33%。2023 年公司实现整体产能利用率 66.40% (-5.0pct)，主要是由于包装饮用水产能利用率下降；截至 2024 年 4 月 30 日止四个月公司实现整体产能利用率 63.40%。

图36 公司 2021 年以来总标准产能、实际产量、产能利用率变化



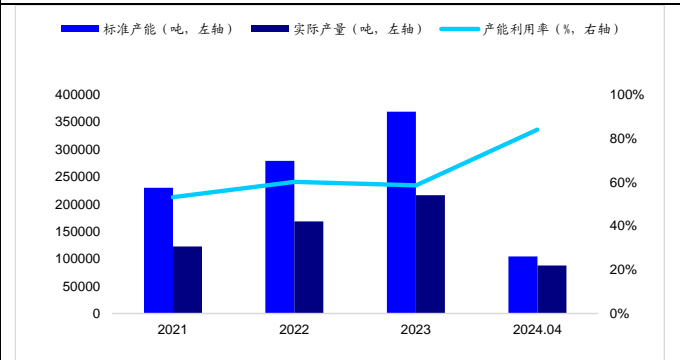
资料来源：公司招股说明书，HTI

图37 公司 2021 年以来包装饮用水标准产能、实际产量、产能利用率变化



资料来源：公司招股说明书，HTI

图38 公司 2021 年以来饮料产品标准产能、实际产量、产能利用率变化



资料来源：公司招股说明书，HTI

公司计划将增加自建产能的比例并优化与合作生产伙伴的合作模式，以提高运营效率及优化成本结构，公司亦争取通过建设大型工厂来强化全国产能布局。截至最后实际可行日期，公司运营中的已投产自有工厂的标准年产能为 12.4 百万公吨。作为生产扩张的一部分，公司与 2024 年 1 月收购了武汉华新达饮品技术有限公司（前合作生产伙伴），该战略性收购使公司已投产自有工厂结案的包装饮用水产能增加了一百万公吨，并促进了公司的成本结构优化。

6. 盈利预测与估值

(1) 包装水业务。公司本块业务 2021-2023 年营收 CAGR=7.26%，此外 24 年前 4 个月营收同比增长 2.67%。综合参照于此，以及公司的市场地位和竞争力，我们给予本块业务 2024-2026 年 3.00%/5.00%/4.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2021-2023 年毛利率从 44.57%提升至 45.60%，此外 24 年前 4 个月毛利率同比大幅提升 4.63pct。综合参照于此，以及考虑规模效应，我们给予本块业务 2024-2026 年 50.00%/52.00%/54.00%的毛利率预测。

(2) 饮料业务。公司本块业务 2021-2023 年营收 CAGR=43.04%，此外 24 年前 4 个月营收同比高增 35.97%。综合参照于此，我们给予本块业务 2024-2026 年 40.00%/35.00%/30.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2021-2023 年毛利率从 28.68%提升至 33.71%，此外 24 年前 4 个月毛利率同比减少 0.96pct。综合参照于此，以及考虑规模效应，我们给予本块业务 2024-2026 年 33.00%/33.00%/34.00%的毛利率预测。

(3) 其他营业收入。本部分占比较低，2021-2023 年营收 CAGR=46.02%，因此给予 2024-2026 年 40.00%/30.00%/20.00%的营收增长预测。

我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 143.84/155.69/167.31 亿元，主营业务收入为 143.15/154.80/166.23 亿元，归母净利润分别为 16.50/19.49/23.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.81/0.96 元/股。

结合可比公司估值情况，给予公司 18 倍的 PE (2025E) 估值，对应合理价 14.58 元，按照港元兑人民币约 0.9 汇率计算，对应目标价 16.20 港元/股，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

表 9 公司营业收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13514.73	14315.39	15479.79	16623.88
包装水	12446.56	12819.96	13460.95	13999.39
饮料	1068.17	1495.44	2018.84	2624.49
其他营业收入	48.85	68.39	88.91	106.69
营业总收入 (百万元)	13563.58	14383.78	15568.70	16730.57
营业收入同比增长	7.07%	5.92%	8.13%	7.39%
包装水	4.54%	3.00%	5.00%	4.00%
饮料	48.97%	40.00%	35.00%	30.00%
其他营业收入	43.27%	40.00%	30.00%	20.00%
营业总收入同比增长	7.16%	6.05%	8.24%	7.46%
毛利率 (%)	44.66	48.22	49.52	50.84
包装水	45.60	50.00	52.00	54.00
饮料	33.71	33.00	33.00	34.00
毛利 (百万元)	6035.21	6903.47	7665.91	8452.00
包装水	5675.17	6409.98	6999.70	7559.67
饮料	360.04	493.49	666.22	892.33

资料来源: Wind, HTI

表 10 可比上市公司估值表 (2025 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2025E)
康师傅控股	0322.HK	10.96	14.44
中国旺旺	0151.HK	4.44	11.15
农夫山泉	9633.HK	32.75	23.08
统一企业中国	0220.HK	7.78	14.76
平均 PE (倍, 2025E)			15.86

资料来源: Wind, HTI

备注: 按 2025 年 01 月 10 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

7. 风险提示

(1) 食品安全风险, (2) 下游需求不及预期, (3) 市场竞争加剧, (4) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期, (5) 上游原材料成本价格以及费用投放波动。

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5558	5370	6617	8814	营业总收入	13564	14384	15569	16731
现金	2075	1885	3045	5159	营业成本	7480	7412	7814	8172
应收账款	231	245	265	284	销售费用	4087	4366	4721	5070
存货	377	371	391	409	管理费用	301	315	341	366
其他	2875	2870	2917	2962	财务费用	-151	-99	-123	-205
非流动资产	7444	9227	10327	10825	营业利润	1634	2233	2631	3056
固定资产	4810	6583	7673	8162	利润总额	1878	2326	2748	3255
无形资产	35	46	56	64	所得税	547	675	797	944
租金按金					净利润	1331	1652	1951	2311
使用权资产					少数股东损益	2	2	2	2
其他	2599	2599	2599	2599	归属母公司净利润	1329	1650	1949	2309
资产总计	13002	14598	16944	19639	EBITDA	2368	3058	3663	4272
流动负债	5188	5132	5528	5912	EPS (元)	0.55	0.69	0.81	0.96
短期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付账款	817	824	868	908	成长能力				
其他	4371	4309	4659	5004	营业收入	7.07%	5.92%	8.13%	7.39%
非流动负债	441	441	441	441	营业利润	48.70%	36.71%	17.80%	16.16%
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	34.30%	24.12%	18.13%	18.45%
租赁负债					获利能力				
其他	441	441	441	441	毛利率	44.66%	48.22%	49.52%	50.84%
负债合计	5629	5573	5968	6352	净利率	9.84%	11.53%	12.59%	13.89%
少数股东权益	470	471	473	476	ROE	19.26%	19.29%	18.56%	18.02%
股本	0	0	0	0	ROIC	0.18	0.18	0.18	0.17
留存收益和资本公积	6903	8553	10502	12811	偿债能力				
归属母公司股东权益	6903	8553	10502	12811	资产负债率	43.29%	38.18%	35.22%	32.35%
负债和股东权益	13002	14598	16944	19639	净负债比率	-0.28	-0.21	-0.28	-0.39
					流动比率	1.07	1.05	1.20	1.49
					速动比率	1.00	0.97	1.13	1.42
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	0.99	0.92	0.85
					应收账款周转率	58.58	58.50	58.50	58.50
					应付账款周转率	9.16	9.00	9.00	9.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.55	0.69	0.81	0.96
					每股经营现金	0.72	0.97	1.33	1.52
					每股净资产	3.07	3.76	4.58	5.54
					估值比率				
					P/E	15.56	12.53	10.61	8.96
					P/B	2.81	2.29	1.88	1.56
					EV/EBITDA	7.86	6.15	6.23	4.84

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 09 日; (2) 以上各表均为简表;

资料来源: 公司招股说明书, HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Leading bottled water brand in China, expanding into multiple categories nationwide. The company, a pioneer in China's bottled water industry, owns the popular 'Yibao' brand. According to China Insights Consultancy, it ranks as the second-largest bottled water company and the largest pure water company in China, also leading the chrysanthemum tea market by 2023 retail sales. Focused on bottled water, the company is diversifying into other beverages, strengthening its 'one superpower and many powers' strategy. With a strong, efficient sales network, the company has seen steady revenue and net profit growth from 2021 to 2023, surpassing industry averages, with NPM rising from 7.6% to 9.9%. The 'Yibao' brand remains central, with a 7.3% CAGR in bottled water revenue from 2021 to 2023, driven by larger bottle sales and stable ASP. The company also has five beverage brands with over RMB 100 million in retail sales, with 'Zhiben Qingrun' chrysanthemum tea leading the market with RMB 756.4 million in 2023 sales and a 38.5% market share. Nationwide sales network expansion from core markets, maintaining around 1000 distributors from 2021 to 2023. As of April 30, 2024, the company has agreements with about 4000 subordinated distributors and a sales team of over 8700, covering over 2 million sales points, 57.2% in tier-three cities or below. The company employs a strategy of establishing dominance in key regions before expanding, achieving significant success. In 2023, it held the largest market share in six provinces and ranked top three in 17 others. In the Yangtze River market, it ranked first in two provinces and second in five, based on 2023 retail sales. Profit Forecast and Valuation: Projected total revenue for 2024-2026 is RMB 14.38/15.57/16.73 billion, with main business revenue at RMB 14.32/15.48/16.62 billion, and net profit attributable to shareholders at RMB 1.65/1.95/2.31 billion, with EPS of RMB 0.69/0.81/0.96 per share. Given comparable company valuations, an 18x PE (2025E) is applied, with a fair price of RMB 14.58, translating to a target price of HKD 16.20 per share at a 0.9 exchange rate, initiating coverage with an 'Outperform' rating.

Risk Warning: (1) Food safety risks, (2) Weaker than expected downstream demand, (3) Intensified market competition, (4) Weaker than expected new product, channel, and market expansion, (5) Fluctuations in raw material costs and expenses.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，颜慧菁，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huijing Yan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，张宇轩，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuxuan Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，吴岱禹，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jasmine Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform,

评级分布 Rating Distribution

Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

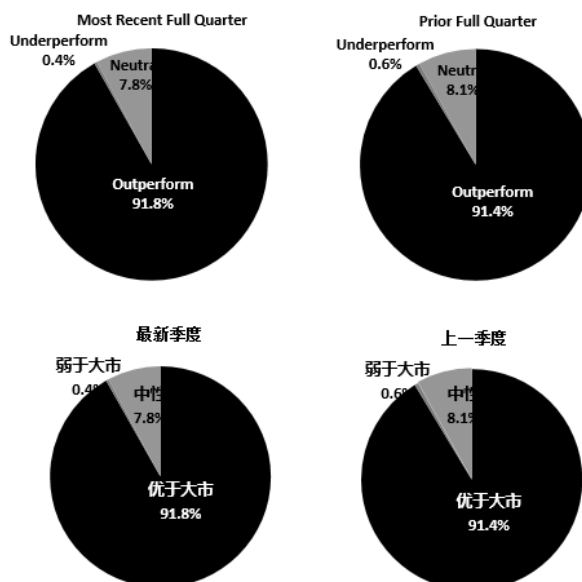
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 直接进行买卖证券或相

关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons.

